

CPI 超预期，预计推迟降息

——美国通胀系列十一

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2025 年 2 月 12 日晚美国劳工部公布 1 月通胀数字。其中：

同比：CPI+3.0%，预期+2.9%，前值+2.9%；核心 CPI+3.3%，预期+3.1%，前值+3.2%。

环比：CPI+0.5%，预期+0.3%，前值+0.4%；核心 CPI+0.4%，预期+0.3%，前值+0.2%。

核心观点

■ 1 月 CPI 出现预期外的上升

1 月 CPI 同比上涨 3.0%，为连续第四个月加速，并达五个月来的最高水平，核心 CPI 同比上涨 3.3%，高于预期，显示出通胀压力有所增强。1 月美国 CPI 超预期走强主要由核心服务板块推动，其中，运输服务和娱乐分项贡献显著。此外，住房分项虽温和上行，但波动较大的学校住宿及酒店分项环比大幅回升，也对整体 CPI 形成支撑。核心商品方面，耐用品中的二手车价格表现强劲，抵消了非耐用品，如服装分项的疲软。

短期内，美联储降息阻力加大。市场对 2025 年累计降息幅度的预期已下降至一次，首次降息时点可能推迟至 9 月。预计美联储将保持观望态度，降息路径可能进一步后移，通胀波动性加大但趋势性反转尚未明确。风险在于若经济数据持续超预期，降息幅度可能不及预期甚至本年暂停降息。

■ 关注美元再次反弹的风险

市场对于降息的预期在 CPI 数据发布后大幅下降，尤其是从原本的 7 月降息推迟到 9 月，甚至预计美联储可能会在 2025 年内只降息一次。投资者开始认为，虽然非农就业数据强劲，通胀回升的趋势表明，美联储将不急于采取更为宽松的货币政策来刺激经济。同时，通过金融市场的反应可以看到，交易员的预期已提前反映在了债券市场中，10 年期美国国债收益率大幅回升，显示出市场对减少降息以及通胀上涨的预期。

数据公布后，10 年期美债收益率跳升 8bp 至 4.62%，美元指数上涨 0.08% 至 108.01，反映市场对高利率维持更久，以及通胀上升的预期。同时，风险资产承压，标普 500 指数下跌 0.27% 至 6052，比特币一度跌破 95000 美元后回升，黄金日内跌超超过 1% 后回升，显示投资者对流动性收紧的担忧升温。期限溢价扩大，2 年与 10 年期美债利差走阔，暗示市场对短期通胀风险和中长期经济放缓的复杂预期。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
CPI vs 核心 CPI	3
商品型通胀 vs 服务型通胀	4
通胀的影响	5

图表

图 1：CPI 和核心 CPI 同比 单位：%YoY	3
图 2：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	3
图 3：娱乐和教育通讯分项 单位：%YoY	4
图 4：酒店和交通分项 单位：%YoY	4
图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI 单位：%YoY	5
图 6：房价领先于房租上涨 单位：%YoY	5
图 7：租金和汽车分项 单位：%YoY	5
图 8：两种不同的租金分项 单位：%YoY	5
图 9：油价和 TIPs 利率对比 单位：%YoY	6
图 10：CPI 增速与薪资增速对比 单位：%PCT	6

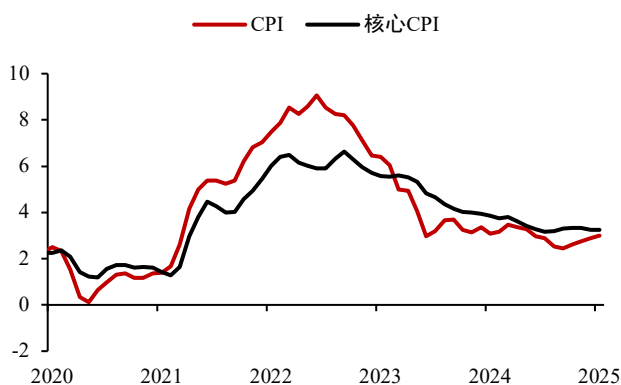
CPI vs 核心 CPI

1 月核心 CPI 同比上涨超预期，持平于 9-11 月且低于上月的+3.2% 0.1 个百分点。结构来看，1 月失业率回落至 4.0% 但新增就业降至 14.3 万，通胀超预期在强劲的非农就业数据显示出的美国经济韧性下将加大美联储降息阻力。

核心 CPI 的加速上升表明通胀压力已从波动较大的能源、食品等分项扩散至更广泛的核心服务与非耐用商品领域。住房成本持续上行，运输服务及娱乐服务等内需驱动型分项表现强劲，叠加剔除食品、能源、住宅的通胀环比升至 0.5%，凸显价格压力正渗透至经济深层结构。尽管能源分项增速边际放缓，但绝对水平仍高，且食品价格受鸡蛋等特定商品推动显著回升，显示短期扰动因素仍存。

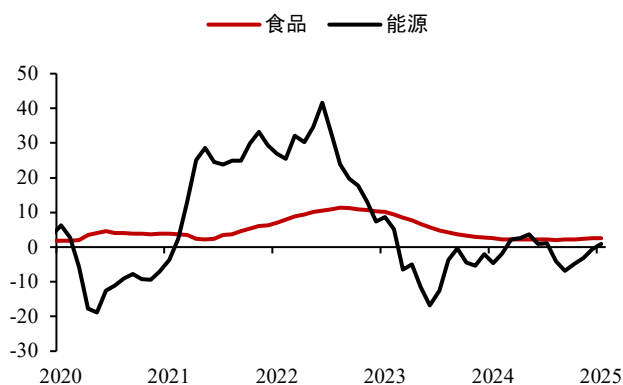
这揭示出美国通胀的内生性风险，在劳动力市场韧性和潜在关税政策扰动下，价格粘性可能延长通胀回落周期。尽管 "1 月效应" 可能部分推高数据，但核心通胀的广泛走强已迫使市场大幅下调降息预期。若后续数据证实通胀粘性顽固，联储政策转向将更加谨慎，经济 "软着陆" 的不确定性随之上升。

图 1：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY

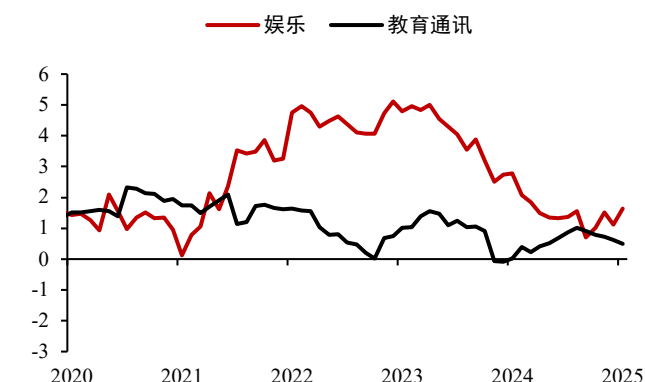


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

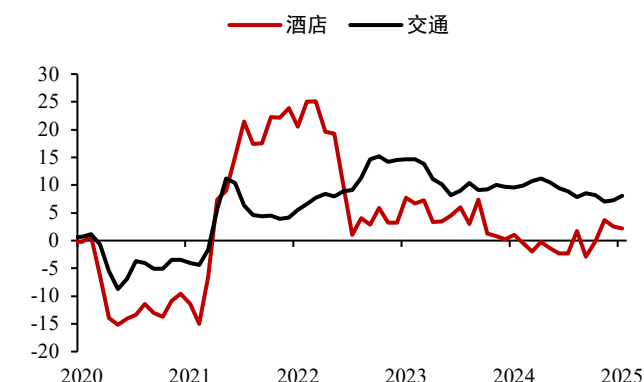
图 2：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：娱乐和教育通讯分项 | 单位：%YoY


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：酒店和交通分项 | 单位：%YoY


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

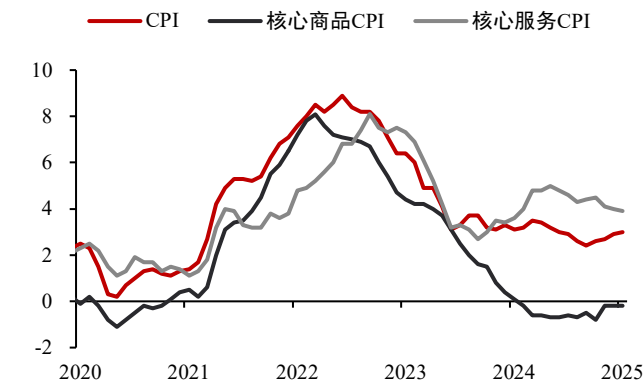
商品型通胀 vs 服务型通胀

CPI 压力结构短期再次表现坚挺。自 2024 年三季度以来，美国商品型通胀和服务型通胀表现出分化的特征——商品消费的负增长改善和服务消费的回落。从 1 月通胀报告来看，商品型通胀同比维持不变，同 12 月和 11 月为 -0.2%，而服务型通胀维持了自去年 10 月开始的回落。

1 月份，核心 CPI 的上升主要由核心商品和核心服务的普遍升温推动，尤其是核心服务中的运输服务和娱乐分项表现强劲。尽管 1 月通胀的上升部分归因于企业在年初的集中调价，即“1 月效应”，但这一数据的超预期表现仍加剧了市场对通胀风险的担忧，并进一步压制了美联储的降息预期。整体来看，CPI 和核心 CPI 的上升表明通胀压力依然存在，尤其是在核心服务领域，这可能使美联储在短期内难以采取宽松政策。

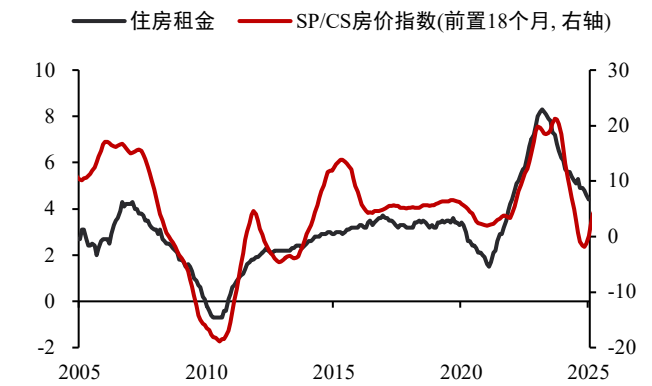
在 9 月首次降息后，建议未来继续关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自 2023 年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产市场价格回升对于未来几月的租金成本也将形成回升的压力。

图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



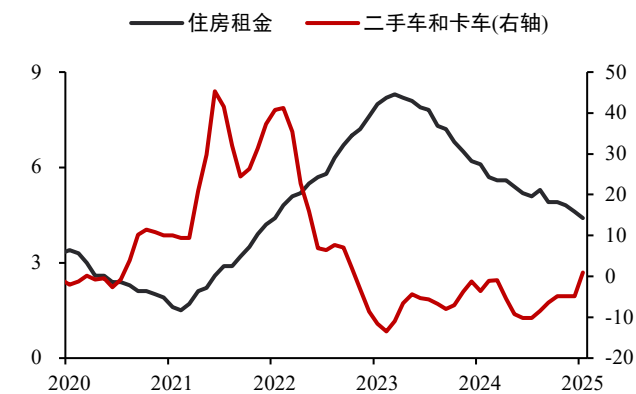
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



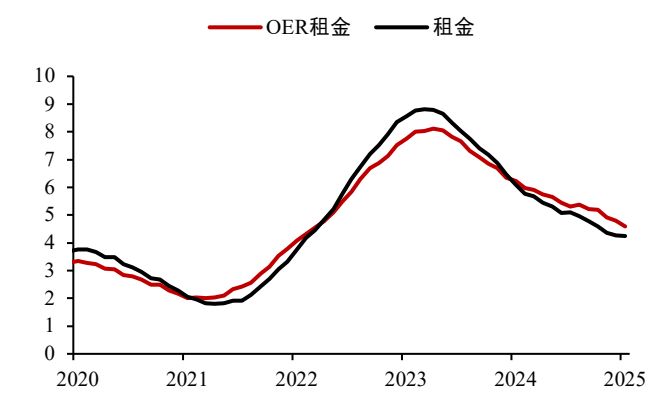
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

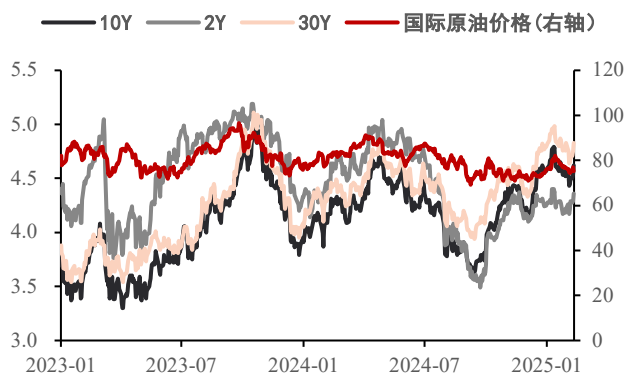
通胀的影响

美国通胀预期定价（↑）和油价（↑）同时上升。1 月地缘压力实际上升、市场对于衰退预期定价有所改善之后，油价再次转向回升。市场定价的通胀预期受到油价回落的驱动上升。展望未来：

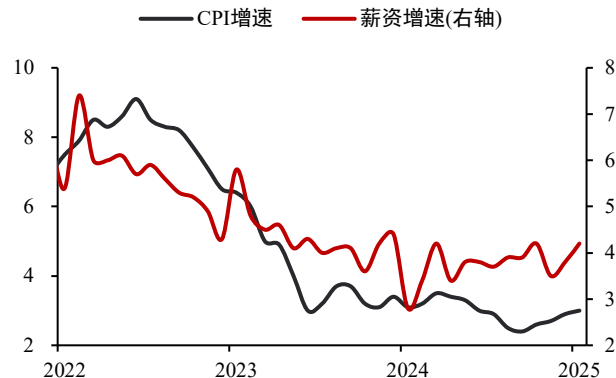
一方面，市场在逆周期政策力度修正之后，受 1 月超预期非农数据鼓励，对未来“高通胀”的预期（↑）；

另一方面，租金的上涨风险、供应链的不确定性风险都从供给端对于价格形成支撑的可能（↑）。

年初市场处在高波动环境下。我们需要看到高于预期的CPI背后体现了地缘不确定上升和核心通胀需求上升的特征事实。美股下跌、美元指数上涨、美债利率跳升，反映出紧缩交易逻辑的强化。这一超预期通胀可能通过工资物价和潜在关税政策进一步推高通胀预期，迫使美联储在经济增长韧性，如住房需求回暖、信用宽松与通胀目标之间权衡，年内降息空间被显著压缩，甚至存在不降息风险，加剧了权益市场的估值压力和债市波动。

图9：油价和TIPS利率对比 | 单位：%YoY


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图10：CPI增速与薪资增速对比 | 单位：%pct


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com